

恒力石化（600346）

2023 年分红比例提升，重视炼化资产的高股息属性

买入（维持）

2024 年 03 月 12 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	197,997	222,373	240,827	279,416	284,485
同比	29.94%	12.31%	8.30%	16.02%	1.81%
归母净利润（百万元）	15,531	2,318	6,899	8,908	13,237
同比	15.37%	-85.07%	197.58%	29.12%	48.59%
EPS-最新摊薄（元/股）	2.21	0.33	0.98	1.27	1.88
P/E（现价&最新摊薄）	5.91	39.59	13.31	10.30	6.93

关键词：#股息率高 #平台化布局

投资要点

- **事件：**2024 年 3 月 11 日，公司控股股东恒力集团提议，公司 2023 年度拟派发现金红利总额（含税）占 2023 年年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 50%以上。
- **重视股东回报，23 年分红比例提升。**1) 根据公司 2020-2024 年分红规划，当资产负债率分别处于 75%~80%、70%~75%、以及 < 70% 时，每年现金分红比例分别不少于 40%、45%、50%。截至 2023Q3，公司资产负债率为 77.56%，以时点负债率对应的分红比例为不低于 40%。2) 近年来，公司整体维持较高的分红比例，其中 2020/2021 年，公司分红比例分别为 40%/46%，2023 年进一步提升至 50%以上，较规划值提升 10pct，体现了公司对于股东回报的重视。按照 69 亿归母净利润测算（业绩预告值），公司时点股息率约 3.8%（3 月 12 日）。
- **资本开支强度回落，分红比例有望维持在较高水平。**1) 2021 年以来，公司进入新一轮的资本开支周期，2021/2022/2023Q1-3 期间，公司资本开支金额分别为 134/257/318 亿元，其中 2023 年是公司投产大年，截至 23 年底，康辉功能性薄膜项目已投产 10 条线、剩余 2 条线将陆续投产，惠州 500 万吨 PTA 项目已开车投产，营口康辉锂电隔膜项目已开车 4 条线，160 万吨高性能树脂及新材料项目也已陆续开车，预计将于 24 年初投产。2) 进入 24 年后，随着上述项目建设高峰期结束，公司资本开支强度将有明显回落。与此同时，考虑到公司每年较高的折旧摊销金额（2022 年为 88 亿元），我们预计公司资产负债率有望持续下降，分红比例有望维持在较高水平。
- **下游产品结构性复苏，炼化盈利整体修复。**1) PX 扩产结束，高景气有望延续。得益于下游聚酯开工率提升，以及阶段性调油需求驱动，2023 年 PX 行业维持高景气运行，较原油价差同比+21%。向后看，根据百川盈孚统计，2024-2025 年期间，我国 PX 新增产能仅为 300 万吨，考虑到下游需求稳步增加，预计行业开工率将维持在较高水平，行业景气度有望延续。2) 烯烃需求相对疲软，行业仍处于磨底阶段。受地产周期下行拖累，以及供给端新增产能释放，烯烃盈利整体承压，其中 2023 年聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别同比-2%/-5%。向后看，随着地产链周期触底，烯烃盈利或边际回升。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑需求修复节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 69/89/132 亿元（此前为 69/95/143 亿元），按照 3 月 12 日收盘价计算，对应 PE 为 13.3/10.3/6.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.04
一年最低/最高价	11.11/17.79
市净率(倍)	1.56
流通 A 股市值(百万元)	91,789.86
总市值(百万元)	91,789.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(% ,LF)	77.56
总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股(百万股)	7,039.10

相关研究

- 《恒力石化(600346): 2023 年业绩预告点评: 行业景气回升, 炼化龙头拥抱复苏》
2024-01-29
- 《恒力石化(600346): 2023 年三季度报点评: 盈利持续修复, 估值性价比凸显》
2023-10-27

恒力石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	76,344	92,124	113,147	125,235	营业总收入	222,373	240,827	279,416	284,485
货币资金及交易性金融资产	28,681	42,966	58,266	71,673	营业成本(含金融类)	204,078	212,941	246,804	246,073
经营性应收款项	4,657	5,691	6,234	6,255	税金及附加	6,631	9,633	11,177	11,379
存货	37,836	39,479	45,757	45,621	销售费用	393	243	282	287
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,889	2,408	2,584	2,738
其他流动资产	5,170	3,988	2,890	1,686	研发费用	1,185	1,276	1,469	1,506
非流动资产	165,087	174,523	166,264	163,186	财务费用	4,287	6,713	7,218	7,240
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	1,596	1,204	1,397	1,422
固定资产及使用权资产	118,806	140,276	135,454	130,341	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	27,287	12,287	7,287	7,287	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	8,925	11,900	13,470	15,513	减值损失	3,131	251	201	203
商誉	77	77	77	77	资产处置收益	(3)	(4)	(4)	(4)
长期待摊费用	2,027	2,027	2,027	2,027	营业利润	2,325	8,562	11,073	16,475
其他非流动资产	7,404	7,396	7,389	7,381	营业外净收支	85	61	61	69
资产总计	241,430	266,648	279,411	288,421	利润总额	2,410	8,623	11,134	16,544
流动负债	125,853	140,114	148,113	149,431	减:所得税	92	1,725	2,227	3,309
短期借款及一年内到期的非流动负债	78,666	93,666	93,666	93,666	净利润	2,318	6,898	8,907	13,235
经营性应付款项	29,473	30,753	35,644	35,538	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
合同负债	12,091	8,518	9,872	9,843	归属母公司净利润	2,318	6,899	8,908	13,237
其他流动负债	5,623	7,178	8,932	10,384	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.98	1.27	1.88
非流动负债	62,657	69,657	70,657	71,657	EBIT	8,197	14,326	17,100	22,500
长期借款	58,347	63,347	64,347	65,347	EBITDA	17,740	25,833	28,755	34,475
应付债券	0	2,000	2,000	2,000	毛利率(%)	8.23	11.58	11.67	13.50
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	1.04	2.86	3.19	4.65
其他非流动负债	4,254	4,254	4,254	4,254	收入增长率(%)	12.31	8.30	16.02	1.81
负债合计	188,510	209,772	218,771	221,088	归母净利润增长率(%)	(85.07)	197.58	29.12	48.59
归属母公司股东权益	52,863	56,819	60,584	67,278					
少数股东权益	58	57	56	55					
所有者权益合计	52,920	56,876	60,640	67,333					
负债和股东权益	241,430	266,648	279,411	288,421					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25,954	23,058	30,285	35,346	每股净资产(元)	7.51	8.07	8.61	9.56
投资活动现金流	(26,297)	(18,890)	(2,162)	(7,655)	最新发行在外股份(百万股)	7,039	7,039	7,039	7,039
筹资活动现金流	10,405	9,916	(12,824)	(14,284)	ROIC(%)	4.38	5.65	6.27	8.02
现金净增加额	10,734	14,085	15,300	13,407	ROE-摊薄(%)	4.39	12.14	14.70	19.67
折旧和摊销	9,543	11,508	11,655	11,975	资产负债率(%)	78.08	78.67	78.30	76.65
资本开支	(25,708)	(18,429)	(1,882)	(7,375)	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.59	13.31	10.30	6.93
营运资本变动	7,148	(2,325)	2,255	2,613	P/B(现价)	1.74	1.62	1.52	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>